

# 中材科技 (002080.SZ) 其它非金属行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

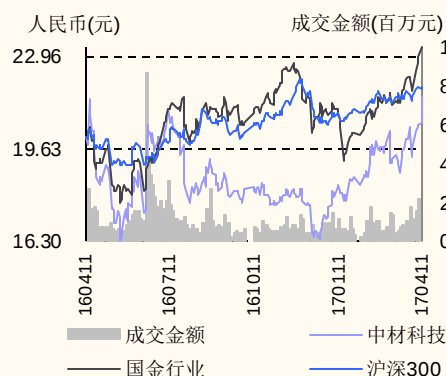
市场价格 (人民币): 21.48 元

目标价格 (人民币): 25.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据 (人民币)

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股 (百万股) | 182.70      |
| 总市值 (百万元)       | 17,329.85   |
| 年内股价最高最低 (元)    | 21.48/16.30 |
| 沪深 300 指数       | 3517.33     |
| 深证成指            | 10655.79    |



## 公司基本情况 (人民币)

| 项目           | 2015   | 2016   | 2017E   | 2018E  | 2019E  |
|--------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 摊薄每股收益 (元)   | 0.751  | 0.498  | 0.997   | 1.218  | 1.534  |
| 每股净资产 (元)    | 7.07   | 9.90   | 10.95   | 11.96  | 13.28  |
| 每股经营性现金流 (元) | 2.06   | 1.31   | 2.80    | 2.95   | 3.29   |
| 市盈率 (倍)      | 35.46  | 35.21  | 21.55   | 17.63  | 14.00  |
| 行业优化市盈率 (倍)  | 25.43  | 25.43  | 25.43   | 25.43  | 25.43  |
| 净利润增长率 (%)   | 97.31% | 33.67% | 100.38% | 22.20% | 25.95% |
| 净资产收益率 (%)   | 10.62% | 5.02%  | 8.67%   | 10.40% | 11.76% |
| 总股本 (百万股)    | 400.00 | 806.79 | 806.79  | 806.79 | 806.79 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **叶片市场占有率逆势上涨, 17 年或迎抢装潮:** 在 2016 年风电行业景气度下行的阶段, 公司通过积极调整产品结构及采取低价策略, 市占率逆势提升至 24%, 龙头地位稳固。随着 2018 年风电并网电价将继续下调, 17 年或迎来新一轮抢装潮, 公司作为行业龙头, 将充分受益于行业回暖。
- **吸收泰山玻纤为子公司, 产业链向上延伸提供新的业绩支撑点:** 2016 年公司与泰山玻纤完成重大资产重组, 吸收泰玻成为全资子公司, 并于同期开始并表。16 年泰玻实现营收 40.62 亿元, 净利润 4.5 亿元, 为公司带来第二主业。目前来看, 玻纤仍处于景气周期, 随着新生产线投产, 总产能达到 68 万吨, 规模优势和生产效率将进一步提升, 为公司业绩提供强有力支撑。
- **进军锂电隔膜领域, 技术与规模优势明显:** 目前公司锂电膜产能为 2720 万平方米, 其中在建产能 2.4 亿平米, 一期 1.2 亿平米将于 17 年中期投产, 剩余 1.2 亿平米于明年上半年建成, 届时公司总产能将达到 2.7 亿平米, 规模优势明显。同时, 公司引入最新湿法双向拉伸技术, 产品性能更好, 在高端锂电隔膜供不应求的阶段, 公司有望凭借技术与规模优势成为行业黑马。
- **气瓶业务卸下包袱, 高温滤料进入电力领域:** 16 年气瓶业务完成计提减值 1.37 亿元, 卸下包袱后再出发, 今年 2 月份单月已实现盈利, 新产品开拓发展势头较好, 逐步有订单释放, 气瓶产业未来仍值得期待。公司高温过滤材料中标大唐集团高温除尘布袋年度采购项目, 预估中标项目金额达 1 亿元, 此次中标, 开启了与大唐集团战略合作新时代, 引领高温除尘行业向集约型和可持续型方向发展。目前公司除尘布袋产能约 1200 万平米, 去年产能利用率只有 30%, 随着公司进入了电力市场, 市场开拓空间巨大, 公司滤料产业步入了高速增长阶段。

## 投资建议

- 我们认为 17 年风电行业将回暖, 或迎来抢装潮; 玻纤业务增长平稳, 持续提供业绩支撑; 锂电隔膜将迎来产能释放期, 技术与规模兼具黑马潜质, 其他业务百花齐放, 公司业绩将迎来新的爆发, 建议重点关注。

## 估值

- 我们预计 17-19 年公司 EPS 分别为 1.0、1.22 和 1.53 元, 对应 PE 分别为 21.5、17.6 和 14 倍, 给予“买入”评级。

## 风险

- 风电行业持续低迷, 锂电隔膜产能释放低于预期, 玻纤行业景气度下行。

闫广

联系人  
(8621)60230241  
yangguang@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)60230235  
heguowen@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 一、 计提减值完成，轻装上阵再出发.....              | 4  |
| 二、 风电叶片市占率逆势上涨，龙头地位稳固.....          | 5  |
| 2.1. 风电行业集中度提升，龙头企业竞争优势显现.....      | 6  |
| 2.2. 并网电价再下调，17 年或迎来抢装潮.....        | 8  |
| 2.3. 风电叶片盈利预测.....                  | 8  |
| 三、 产业链向上延伸，泰玻并表协同效果显著.....          | 9  |
| 3.1. 泰玻为国内第二大生产企业，充分享受行业快速发展红利..... | 9  |
| 3.2. 玻璃纤维业务盈利预测.....                | 10 |
| 四、 迈入锂电隔膜领域，迎来新的业绩增长点.....          | 11 |
| 4.1. 锂电隔膜地位重，壁垒高.....               | 11 |
| 4.2. 消费电子更新换代周期短，电子锂电池增长平稳.....     | 13 |
| 4.3. 政策红利明显，动力电池成长性十足.....          | 14 |
| 4.4. 锂电隔膜行业技术壁垒高，市场集中度高.....        | 17 |
| 4.4.1 高门槛，高附加值，国际巨头主导全球锂电隔膜市场.....  | 17 |
| 4.4.2 国内锂电池产业发展迅速，隔膜仍集中于低端市场.....   | 18 |
| 4.4.3 湿法隔膜增长迅速，未来有望成为主流趋势.....      | 19 |
| 4.5 锂电隔膜盈利预测.....                   | 20 |
| 五、 其他业务，百花齐放.....                   | 21 |
| 六、 投资建议.....                        | 21 |
| 七、 风险提示.....                        | 21 |

## 图表目录

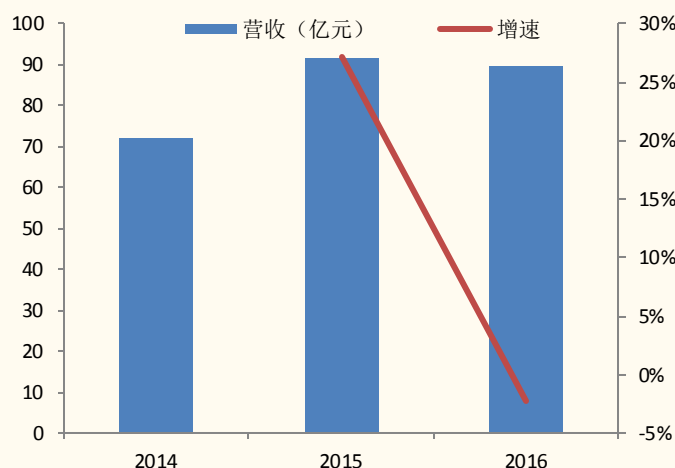
|                                          |   |
|------------------------------------------|---|
| 图表 1：公司营收及增速（泰玻并表后）.....                 | 4 |
| 图表 2：公司净利润及增速（泰玻并表后）.....                | 4 |
| 图表 3：公司产品销售毛利率及净利率.....                  | 4 |
| 图表 4：公司风电叶片销量及增速.....                    | 5 |
| 图表 5：公司风电叶片市场占有率.....                    | 5 |
| 图表 6：我国风电每年装机容量及增速.....                  | 5 |
| 图表 7：全球风电每年装机容量及增速.....                  | 5 |
| 图表 8：2016 年中国不同功率机组新增装机容量比例.....         | 6 |
| 图表 9：风电产业链主要环节及企业市场集中度.....              | 6 |
| 图表 10：国内主要叶片生产企业产能.....                  | 6 |
| 图表 11：2016 年中国不同功率机组新增装机容量比例.....        | 7 |
| 图表 12：2016 年中国风电制造商海上新增装机容量.....         | 7 |
| 图表 13：截止 2016 年底我国风电制造商海上累计装机容量.....     | 7 |
| 图表 14：2018 年前全国陆上风力发电标杆上网电价表（元/千瓦时）..... | 8 |
| 图表 15：2018 年后全国陆上风力发电标杆上网电价表（元/千瓦时）..... | 8 |

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图表 16: 我国风电累计装机容量及增速.....               | 8  |
| 图表 17: 全球风电累计装机容量及增速.....               | 8  |
| 图表 18: 风电叶片业务盈利预测.....                  | 9  |
| 图表 19: 泰山玻纤产能一览表.....                   | 9  |
| 图表 20: 我国主要玻纤企业产能及占比.....               | 10 |
| 图表 21: 我国玻纤下游需求分布比例.....                | 10 |
| 图表 22: 玻璃纤维业务盈利预测.....                  | 11 |
| 图表 23: 公司锂电隔膜产能扩张时间表.....               | 11 |
| 图表 24: 锂离子电池结构示意图.....                  | 12 |
| 图表 25: 隔膜具体功能示意图.....                   | 12 |
| 图表 26: 隔膜不同生产工艺.....                    | 13 |
| 图表 27: 全球智能手机出货量及增速.....                | 13 |
| 图表 28: 我国智能手机出货量及增速.....                | 13 |
| 图表 29: 全球笔记本电脑出货量及增速.....               | 14 |
| 图表 30: 全球平板电脑出货量及增速.....                | 14 |
| 图表 31: 全球可穿戴设备出货量预测.....                | 14 |
| 图表 32: 行业主要法律法规及产业政策.....               | 15 |
| 图表 33: 2011-2016 上半年我国新能源汽车产量.....      | 16 |
| 图表 34: 2011-2016 上半年我国新能源汽车销量.....      | 16 |
| 图表 35: 2011-2015 年我国锂离子电动自行车销量及渗透率..... | 16 |
| 图表 36: 2010-2015 年我国锂电池市场应用终端占比情况.....  | 17 |
| 图表 37: 2015 年全球锂离子电池隔膜产业格局.....         | 17 |
| 图表 38: 全球锂电池市场规模.....                   | 18 |
| 图表 39: 全球锂电隔膜产量.....                    | 18 |
| 图表 40: 2011-2015 年全球锂离子电池市场份额变化图.....   | 18 |
| 图表 41: 全球锂电隔膜主要生产厂家及生产工艺和产能.....        | 19 |
| 图表 42: 锂电隔膜干法与湿法工艺对比.....               | 19 |
| 图表 43: 2014 年-2020 年我国锂电池各类隔膜产量及预测..... | 20 |
| 图表 44: 锂电隔膜盈利预测.....                    | 20 |

## 一、 计提减值完成，轻装上阵再出发

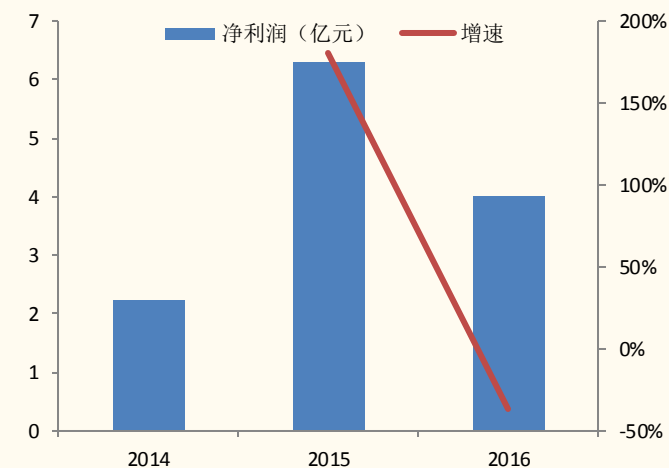
近日，公司分别公布 2016 年年报和 17 年一季度业绩预告，其中 16 年公司实现营收 89.7 亿元，同比下降 2.26%，归母净利润 4 亿元，同比下降 36.32%，主要是受 2015 年风电抢装潮的影响，2016 年需求被过度透支，全年风电新装机总量约 23GW，同比下降 24%，同时公司在 2016 年对气瓶产业进行了内部资产业务整合，计提减值 1.37 亿元，未来减值压力大幅减轻，轻装上阵再出发。

图表 1：公司营收及增速（泰玻并表后）



来源：公司公告，国金证券研究所

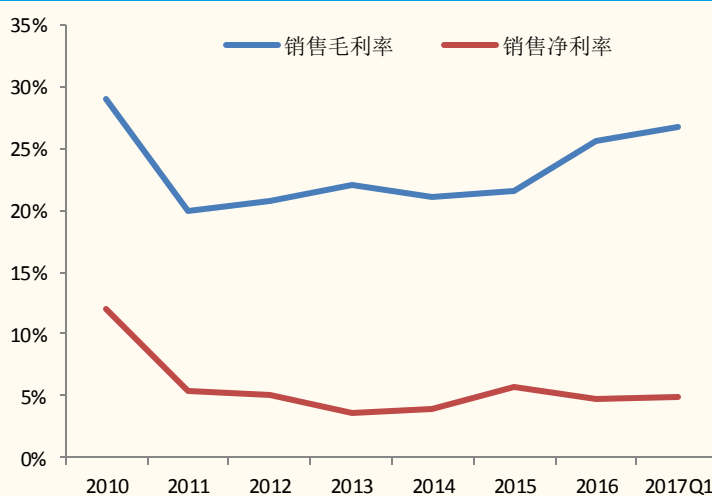
图表 2：公司净利润及增速（泰玻并表后）



来源：公司公告，国金证券研究所

公司 2017 年 1 季度业绩约 1.2-1.58 亿元，同比增长 60%-110%，盈利能力提升。主要原因是：1、玻纤产销量较去年同期有所增长，同时公司 2016 年募集资金投资建设的两条十万吨池窑生产线陆续建成投产，产能规模、效率的提升促进了盈利能力提高；2、2017 年风电行业出现回暖趋势，公司风电叶片业绩较去年同期有一定程度的增长；3、公司过滤材料业务以水泥行业为基础，积极开拓电力市场，业绩较去年同期大幅增长。

图表 3：公司产品销售毛利率及净利率

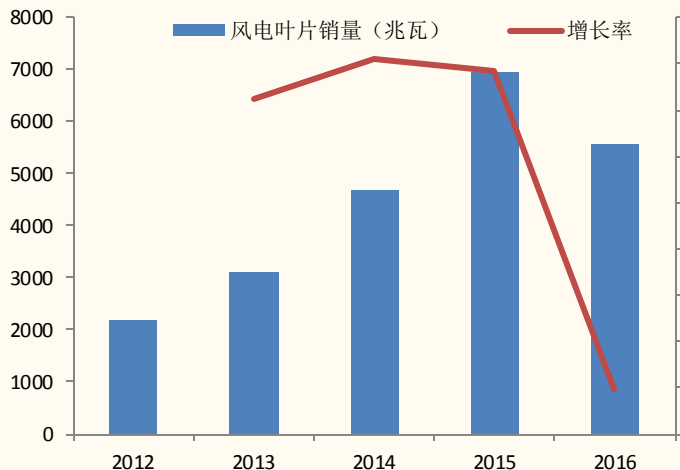


来源：公司公告，国金证券研究所

## 二、 风电叶片市占率逆势上涨，龙头地位稳固

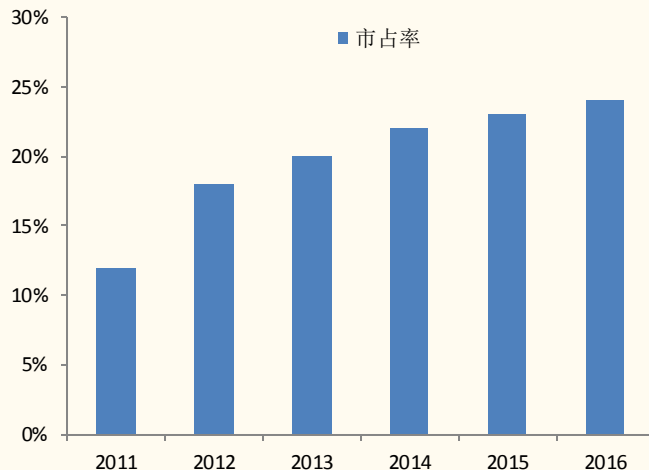
2016 年风电装机量为 23.4GW，同比下滑 24%，在风电行业景气度下行的情况下，公司积极调整产品结构，2MW 及以上叶片占比提升，同时采用价格策略抢占市场份额，公司市场占有率逆势上涨，达到 24%，持续位居行业首位，如果剔除整机厂商叶片自给的因素，市场份额将进一步提升。

图表 4：公司风电叶片销量及增速



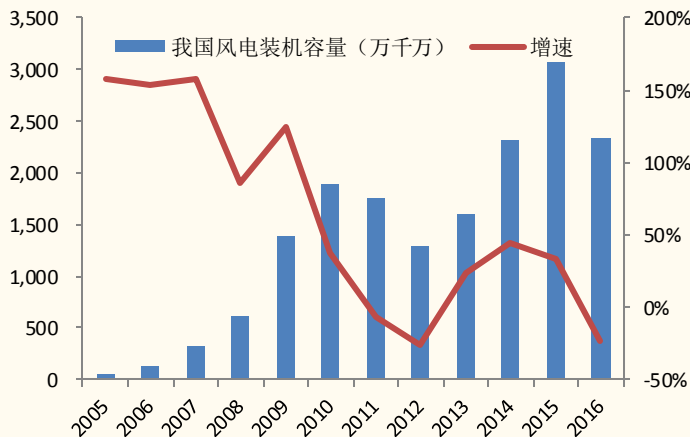
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司风电叶片市场占有率



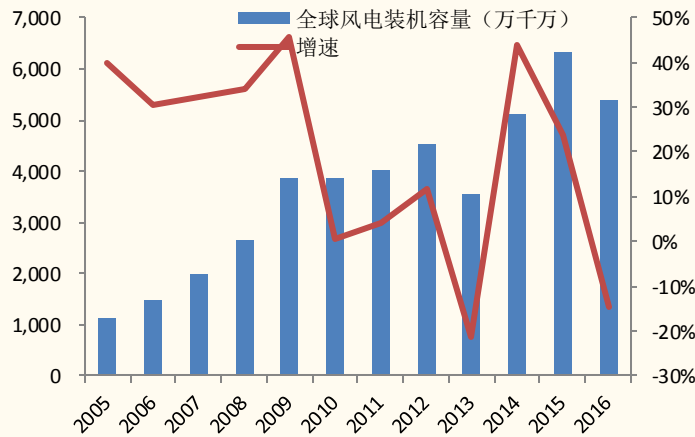
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：我国风电每年装机容量及增速



来源：中国风能协会，国金证券研究所

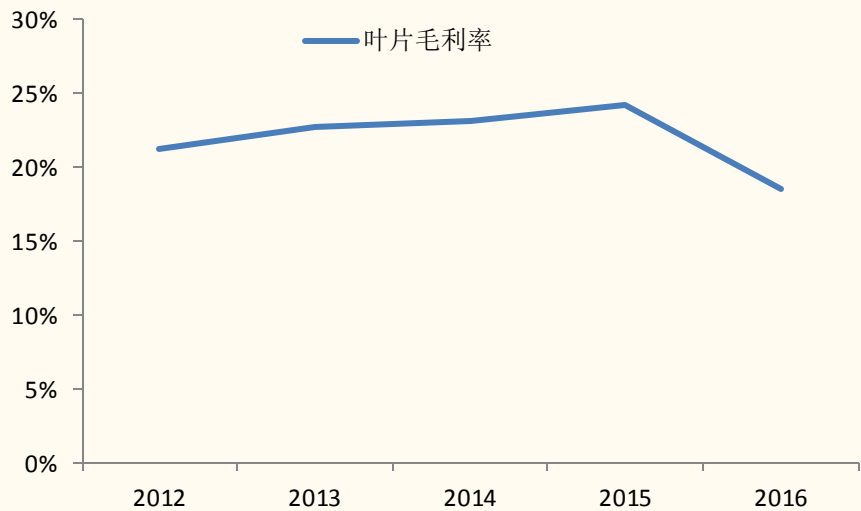
图表 7：全球风电每年装机容量及增速



来源：全球风能协会，国金证券研究所

**牺牲短期毛利率，提升市场占有率。**为了应对市场景气度下行，公司提升了 2MW 及以上叶片的比例，大型叶片工艺、模具及材料体系与小叶型叶片不同，成本较高毛利率较低，同时降低价格以提升市场占有率，这一调整使得公司今年毛利率同比下滑 5.79 个百分点，我们认为，毛利率下降主要是因为新技术、新材料、新工艺应用有一个增效的过程，短期毛利率的牺牲换来的是市场占有率的提升，随着调整期过去，公司的产能及效率将进一步提高，毛利率也将回升。

图表 8：2016 年中国不同功率机组新增装机容量比例



来源：中国风能协会，国金证券研究所

## 2.1. 风电行业集中度提升，龙头企业竞争优势显现

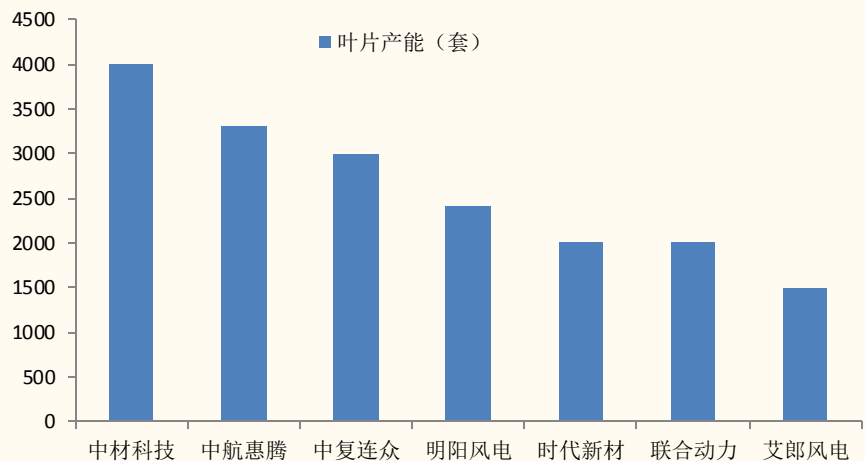
风电产业链主要包括零部件制造商、整机制造商和风电运营商，而产业链的核心环节在经历近年来的竞争淘汰后，市场集中度持续提升。截止 2016 年底，风电整机制造商 CR5 市场份额达到 60.1%，而排名前十的风电机组制造企业市场份额为 84.2%，叶片及风电运营商的 CR5 也均在 50% 以上，市场集中度的提升，有利于行业规范发展，龙头企业将充分分享行业增长红利，目前公司叶片的主要客户为金风科技和远景能源等整机制造商。

图表 9：风电产业链主要环节及企业市场集中度

| 产业链环节  | 主要企业                                 | 集中度           |
|--------|--------------------------------------|---------------|
| 零部件制造商 | 叶片主要企业:中材科技, 中复联众, 中航惠腾, 时代新材, 明阳风电等 | CR5 占比 50% 以上 |
| 整机制造商  | 金风科技, 华锐风电, 联合动力, 东方电气, 明阳风电, 湘电风能等  | CR5 占比约 60%   |
| 风电运营商  | 华电集团, 国电集团, 华能集团, 大唐集团, 中电投, 中广核等    | CR5 占比 50% 以上 |

来源：中国风能协会，国金证券研究所

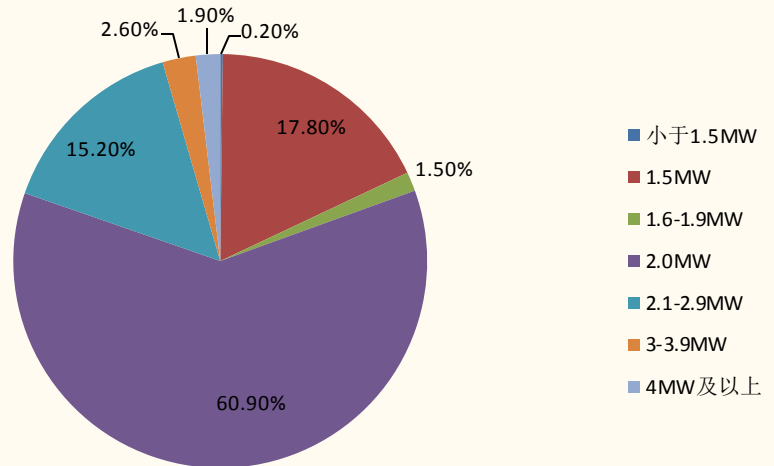
图表 10：国内主要叶片生产企业产能



来源：公司官网，《2015-2017 年全球及中国风电叶片行业研究报告》，国金证券研究所

受政策及客观条件影响，未来风电行业发展呈现陆上低速化，海上风电推进加快及产品的国际化的特点。对此公司也积极应对，产能布局由内陆向沿海，由风电资源优质地区向中低风速地区转移，由生产 1.5MW 小叶片向 2MW 及以上的大叶片调整，并重点开发适用海上大功率机组 6MW-75 米以上两种叶型，提升技术储备。风电作为全球认可的清洁能源，国外很多地区依然有较大的增长空间和较高的增速，对公司来说，是增量市场，这也将是公司未来工作的重点。

图表 11：2016 年中国不同功率机组新增装机容量比例



来源：中国风能协会，国金证券研究所

图表 12：2016 年中国风电制造商海上新增装机容量

| 企业     | 额定功率 MW | 装机台数 | 装机容量 MW |
|--------|---------|------|---------|
| 上海电气   | 3.6     | 28   | 100.8   |
|        | 4       | 97   | 388     |
| 远景能源   | 4.2     | 12   | 50.4    |
| 金风科技   | 3       | 16   | 48      |
| 中船重工海装 | 5       | 1    | 5       |
| 合计     | 19.8    | 154  | 592.2   |

来源：中国风能协会，国金证券研究所

图表 13：截止 2016 年底我国风电制造商海上累计装机容量

| 企业     | 装机容量 (MW) | 占比     |
|--------|-----------|--------|
| 上海电气   | 948       | 58.23% |
| 华锐风电   | 181       | 11.12% |
| 远景能源   | 170       | 10.44% |
| 金风科技   | 167       | 10.26% |
| 湘电风能   | 58        | 3.56%  |
| 联合动力   | 39        | 2.40%  |
| 中船重工海装 | 39        | 2.40%  |
| 明阳风电   | 12        | 0.74%  |
| 东方风电   | 10        | 0.61%  |
| 三一重工   | 4         | 0.25%  |
| 合计     | 1628      | 100%   |

来源：中国风能协会，国金证券研究所

## 2.2. 并网电价再下调，17 年或迎来抢装潮

为落实国务院办公厅《能源发展战略行动计划（2014-2020）》关于风电电价 2020 年实现平价上网的目标要求，发改委决定自 2018 年 1 月 1 日起再次调整陆上风力发电标杆上网电价政策，I、II、III 类资源区上网电价分别下调至 0.4、0.45、0.49 元/千瓦时，其他资源区价格定为 0.57 元/千瓦时。我们预计随着 2018 年并网电价的下调，今年或迎来新一轮抢装潮，公司作为行业龙头，将充分受益于行业的发展。

图表 14：2018 年前全国陆上风力发电标杆上网电价表（元/千瓦时）

| 区域       | 2009-2015 年 | 2016 年前核准，2017 年底<br>前开工 | 2016 年后核准，2017 年底<br>前开工 | 2018 年前核准，2019 年底<br>前开工 |
|----------|-------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| I 类资源区   | 0.51        | 0.49                     | 0.47                     | 0.44                     |
| II 类资源区  | 0.54        | 0.52                     | 0.5                      | 0.47                     |
| III 类资源区 | 0.58        | 0.56                     | 0.54                     | 0.51                     |
| IV 类资源区  | 0.61        | 0.61                     | 0.6                      | 0.58                     |

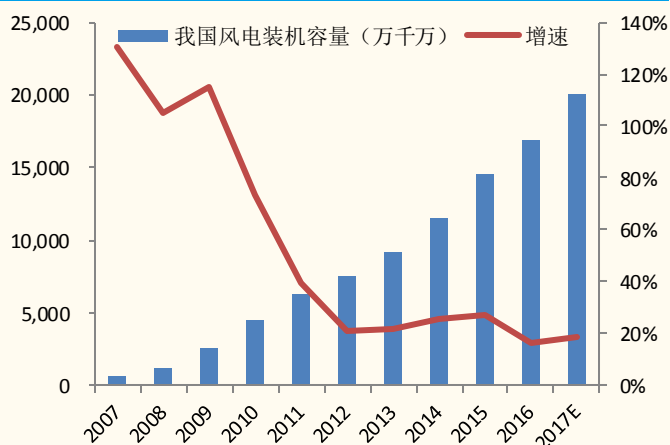
来源：国家发改委，国金证券研究所

图表 15：2018 年后全国陆上风力发电标杆上网电价表（元/千瓦时）

| 资源区      | 2018 年后核准，或 2018 年前核准，但 2019 年底未开工 | 各资源区所包括的地区                                                                                                     |
|----------|------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| I 类资源区   | 0.4                                | 内蒙古自治区除赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市以外其他地区；新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市、伊犁哈萨克自治州、克拉玛依市、石河子市                                               |
| II 类资源区  | 0.45                               | 河北省张家口市、承德市；内蒙古自治区赤峰市、通辽市、兴安盟、呼伦贝尔市；甘肃嘉峪关市、酒泉市；云南省                                                             |
| III 类资源区 | 0.49                               | 吉林省白城市、松原市；黑龙江鸡西市、双鸭山市、七台河市、绥化市、伊春市，大兴安岭地区；甘肃省除嘉峪关市、酒泉市以外其他地区；新疆维吾尔自治区除乌鲁木齐市、伊犁哈萨克自治州、克拉玛依市、石河子市以外其他地区、宁夏回族自治区 |
| IV 类资源区  | 0.57                               | 除 I 类、II 类、III 类资源区以外的其他地区                                                                                     |

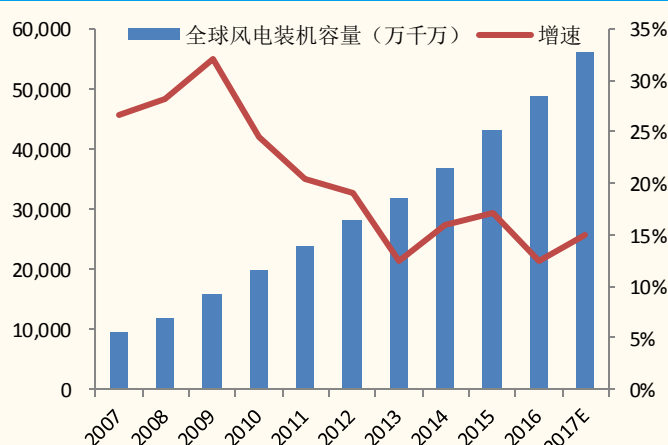
来源：国家发改委，国金证券研究所

图表 16：我国风电累计装机容量及增速



来源：中国风能协会，国金证券研究所

图表 17：全球风电累计装机容量及增速



来源：全球风能协会，国金证券研究所

## 2.3. 风电叶片盈利预测

随着行业景气度回升及产品结构的优化，我们认为 17 年公司风电业务板块将迎来反弹，潜在的抢装潮或带来额外惊喜，预计未来增速维持在 13% 左右。

**图表 18：风电叶片业务盈利预测**

|            | 2015   | 2016   | 2017E | 2018E  | 2019 E |
|------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 产量 (MW)    | 7301   | 5506   | 7120  | 7500   | 8300   |
| 销量 (MW)    | 6965   | 5557   | 6391  | 7157   | 7945   |
| 增速         | 48.6%  | -20.2% | 15.0% | 12.0%  | 11.0%  |
| 单价 (万元/MW) | 57.33  | 58.20  | 59    | 59.5   | 60     |
| 收入 (亿元)    | 39.93  | 32.34  | 37.70 | 42.59  | 47.67  |
| 增速         |        | -19.0% | 16.6% | 12.9%  | 11.9%  |
| 成本 (亿元)    | 30.28  | 26.33  | 29.03 | 32.15  | 35.51  |
| 毛利率        | 24.18% | 18.56% | 23%   | 24.50% | 25.5%  |

来源：公司公告，国金证券研究所

### 三、 产业链向上延伸，泰玻并表协同效果显著

2016 年，公司完成与泰山玻纤的重大资产重组，实现产业链向上延伸，公司风电叶片、高温过滤材料、玻璃微纤维纸以及部分先进复合材料等均为玻纤复合材料，上游原材料通道打通，对于公司现有产品降本增效效果显著，协同作用逐渐显现。16 年泰玻全年实现销售玻纤制品 59.47 万吨，同比增长 11.72%，实现营业收入 37.91 亿元，同比增长 13.21%，净利润 4.5 亿元，为业绩增厚提供有力支撑。

**新产线投产，效率提升。**随着 2 月份新建 10 万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线点火，泰玻产能达到 68 万吨，其规模效益将进一步提升，通过替代落后产能，生产效率也将进一步提升，促进了盈利能力提高，

**图表 19：泰山玻纤产能一览表**

| 公司   | 生产线 | 产能 (万吨/年) |
|------|-----|-----------|
| 泰安老厂 | 1 线 | 1         |
|      | 2 线 | 3         |
|      | 3 线 | 4         |
|      | 7 线 | 5         |
|      | 9 线 | 4         |
| 泰安新址 | 1 线 | 10        |
|      | 2 线 | 10        |
|      | 3 线 | 10        |
|      | 试验线 | 0.8       |
| 邹城   | 1 线 | 1.6       |
|      | 2 线 | 1.6       |
|      | 3 线 | 6         |
|      | 4 线 | 6         |
|      | 5 线 | 5         |
| 合计   |     | 68        |

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 3.1. 泰玻为国内第二大生产企业，充分享受行业快速发展红利

目前全球玻纤产能超过 600 万吨，前六大供应商占比超过 80%，其中国内产能约 390 万吨，在产产能 348 万吨；中国为全球最大的玻纤生产国家，中国巨石产能为 120 万吨，为全球最大生产企业，份额在占全国产能 1/3 左右，而泰山玻纤为国内第二大玻纤生产企业，产能达到 70 万吨左右，二者同属中建材旗下子公司，未来协同将持续向好，对行业产能及价格有较强的控制能力，市场集中度的提升，有利于市场规范发展，同时行业快速发展让龙头企业更受益。

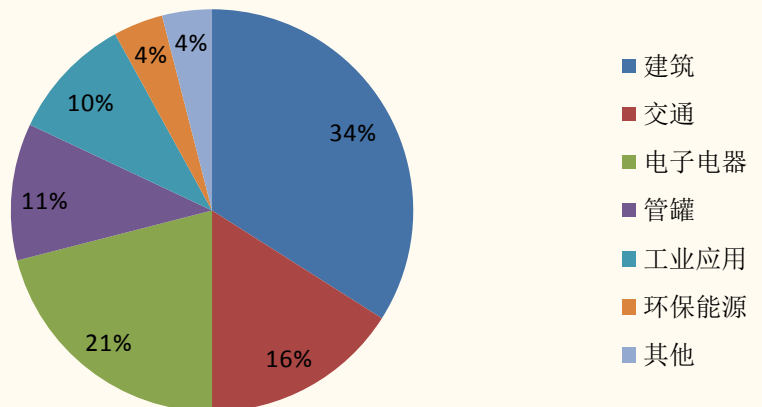
图表 20：我国主要玻纤企业产能及占比

| 公司    | 产能（万吨） | 占比     |
|-------|--------|--------|
| 中国巨石  | 122    | 31.3%  |
| 泰山玻纤  | 68     | 17.5%  |
| 重庆国际  | 61     | 15.7%  |
| 山东玻纤  | 27     | 6.9%   |
| 四川威玻  | 19     | 4.9%   |
| 长海股份  | 15     | 3.9%   |
| OC 中国 | 11     | 2.9%   |
| 九鼎新材  | 8      | 2.0%   |
| 邢台金牛  | 8      | 2.0%   |
| 中材金晶  | 8      | 2.0%   |
| 其他    | 42     | 10.8%  |
| 合计    | 388    | 100.0% |

来源：《2016-2022 年中国玻璃纤维市场竞争态势及十三五发展趋势前瞻报告》，国金证券研究所

**玻纤下游应用广泛，热塑性玻纤复合材料增长迅速。**玻纤作为高性能复合材料的原材料，下游应用非常广泛，建筑、交通及电子器件为主要应用领域，其中热塑性玻纤复合材料增长迅速，目前其占国内纤维增强塑料制品行业总产量的 37.3%。根据中国复合材料信息网，当前我国整车配件上复合材料应用比例仅占 8%-12%左右，而国外应用比例达到 20%-30%，未来 10 年随着汽车轻量化步伐的加快，车用玻纤复合材料需求也将迎来快速增长期。

图表 21：我国玻纤下游需求分布比例



来源：《2016-2022 年中国玻璃纤维市场竞争态势及十三五发展趋势前瞻报告》，国金证券研究所

**未来新增产能冲击影响不大，玻纤景气周期仍将延续。**粗略统计，未来 2-3 年冷修产能约 91 万吨，新增产能 48 万吨，冷修产能要大于新增产能，即使考虑到由于行业景气度较高推迟冷修时间，总体来说玻纤行业的供给冲击不大。我们认为，未来 2-3 年玻纤行业仍处于景气周期，行业发展处于稳定增长阶段。

### 3.2. 玻璃纤维业务盈利预测

随着泰玻新产线的投产，其规模优势及生产效率将得以提升，叠加行业景气度不减，我们认为未来玻纤业务仍将稳定增长，持续为公司业绩提供支撑。

图表 22：玻璃纤维业务盈利预测

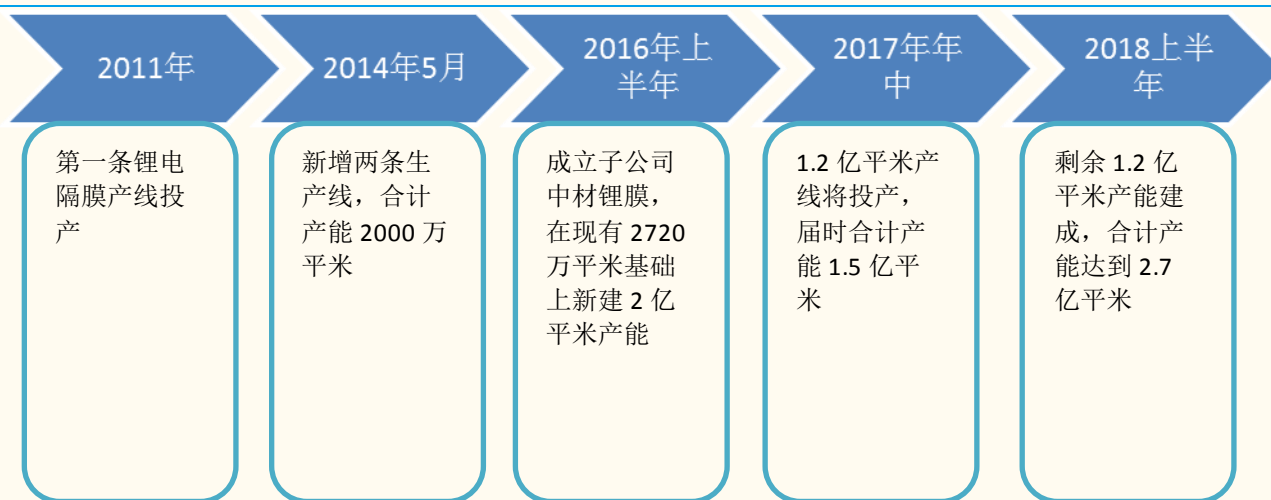
|          | 2015   | 2016   | 2017E | 2018E  | 2019 E |
|----------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 产量 (万吨)  | 53.79  | 62.04  | 65    | 68     | 68     |
| 销量 (万吨)  | 53.23  | 59.47  | 65    | 70     | 75     |
| 增速       |        | 11.72% | 9.30% | 7.69%  | 7.14%  |
| 单价 (元/吨) | 6291.6 | 6374.6 | 6400  | 6420   | 6450   |
| 收入 (亿元)  | 33.49  | 37.91  | 41.60 | 44.94  | 48.38  |
| 增速       |        | 13.21% | 9.73% | 8.03%  | 7.64%  |
| 成本 (亿元)  | 30.28  | 26.33  | 27.37 | 29.39  | 31.44  |
| 毛利率      | 32.17% | 33.98% | 34.2% | 34.60% | 35.00% |

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 四、 迈入锂电隔膜领域，迎来新的业绩增长点

2011 年公司投入第一条锂电池隔膜产线，截止 2016 年底已有 2720 万平米的产能，2016 年成立中材锂膜子公司，将新建 2.4 亿平方米新产能，其中 1.2 亿平方米产能将在今年年中投产，剩余 1.2 亿平方米产能将于 18 年上半年建成，届时公司总产能将达到 2.7 亿平方米。公司引入最新湿法双向拉伸技术，打造行业领先生产线及规模，我们认为，在锂电行业快速发展阶段，有望凭借技术与规模优势迅速抢占市场。

图表 23：公司锂电隔膜产能扩张时间表

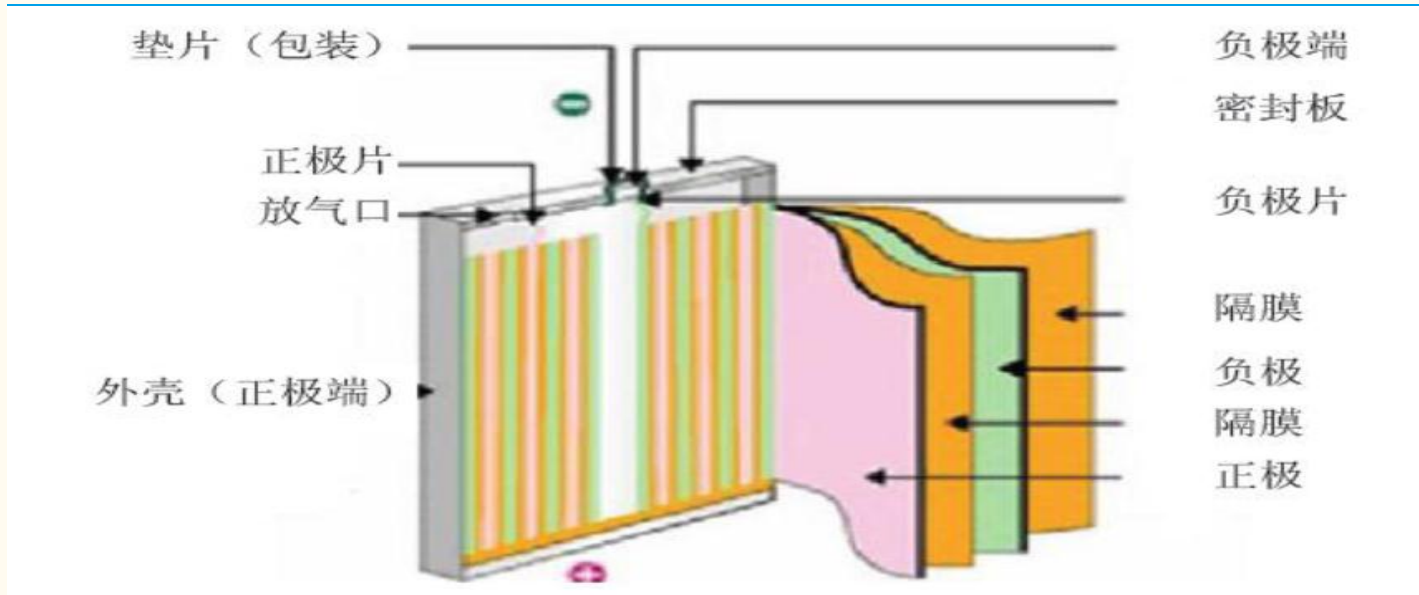


来源：公司公告，国金证券研究所

#### 4.1. 锂电隔膜地位重，壁垒高

锂电隔膜作为锂电池的核心组件，其发展与锂电池密切相关。锂离子电池的主要材料包括正极材料、负极材料、电解液和隔膜，其中锂电隔膜是锂离子电池生产的关键材料及产业链的重要组成部分，是高性能膜材料行业的一个分支。

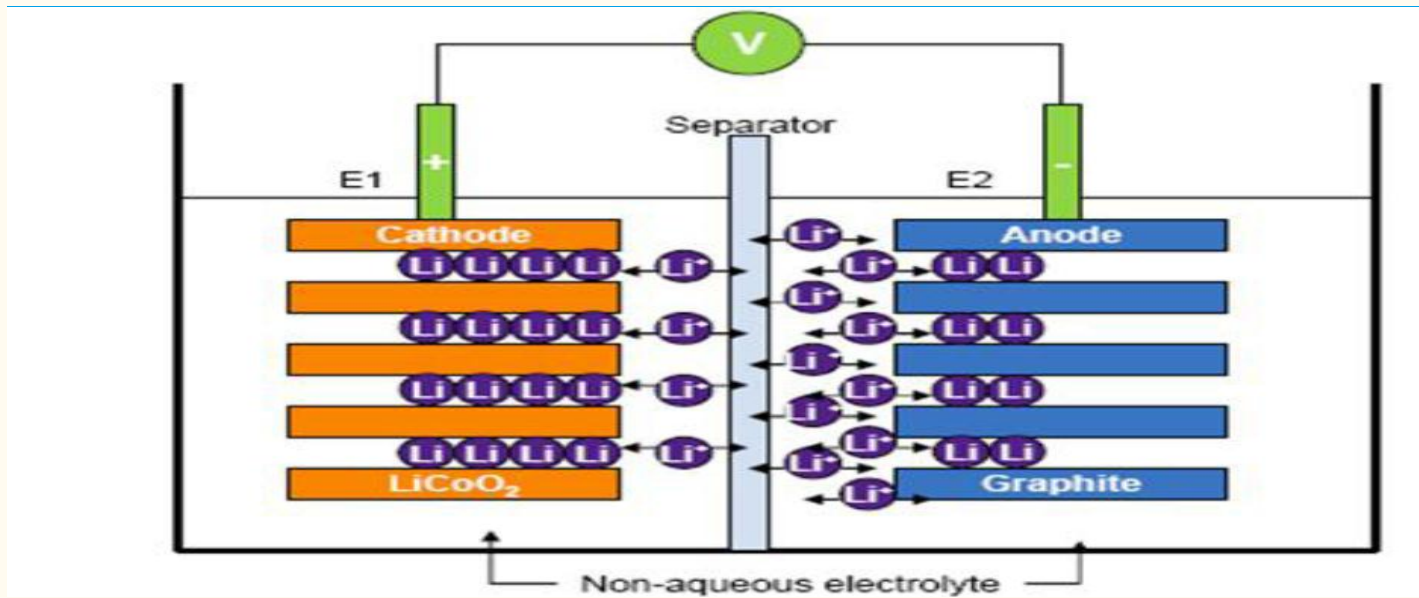
图表 24：锂离子电池结构示意图



来源：星源材质招股说明书，国金证券研究所

锂离子隔膜具有大量曲折贯通的微孔，其功能就是保证电解质离子自由通过形成充放电回路；当电池过度充电或者温度升高时，隔膜通过避孔功能将电池的正极和负极分开以防止其直接接触而短路，达到阻隔电流传导，防止电池过热甚至爆炸的作用。

图表 25：隔膜具体功能示意图



来源：星源材质招股说明书，国金证券研究所

锂电隔膜性能的优劣对锂电池的功能影响很大，隔膜需要具有合适的厚度、离子透过率、孔径和孔隙率及足够的化学稳定性、热稳定性、力学稳定性及安全性等，因此对其生产工艺提出了特殊的要求，其生产工艺包括原材料配方和快速配方调整、微孔制备技术、成套设备自主设计等工艺。其中，微孔制备技术是锂离子电池隔膜制备工艺的核心，可以分为干法单向拉伸、干法双向拉伸和湿法工艺。隔膜的生产工艺具有较高的技术壁垒，其生产成本占锂电池成本的10%-20%。

图表 26：隔膜不同生产工艺

| 生产工艺   | 工艺原理 | 适用基本材料                  | 主要流程工艺                                                       |
|--------|------|-------------------------|--------------------------------------------------------------|
| 干法单向拉伸 | 晶片分离 | 单层 PP 膜、单层 PE 膜、双层膜、多层膜 | 将聚烯烃用挤出、流延制备出特殊结晶排列的高取向膜，低温下拉伸诱发微缺陷，高温下拉伸扩大微孔，经高温定型形成高晶度的微孔膜 |
| 干法双向拉伸 | 晶型转换 | 较厚的单层 PP 膜              | 在聚烯烃中加入成核改进剂，利用聚烯烃不同相态间的密度差异拉伸产生晶型转变，形成微孔膜                   |
| 湿法     | 相分离  | 单层 PE 膜                 | 在聚烯烃中加入作为致孔剂的高沸点小分子，经加热、熔融、降温发生相分离，拉伸后用有机溶剂萃取出小分子，形成相互贯通的微孔膜 |

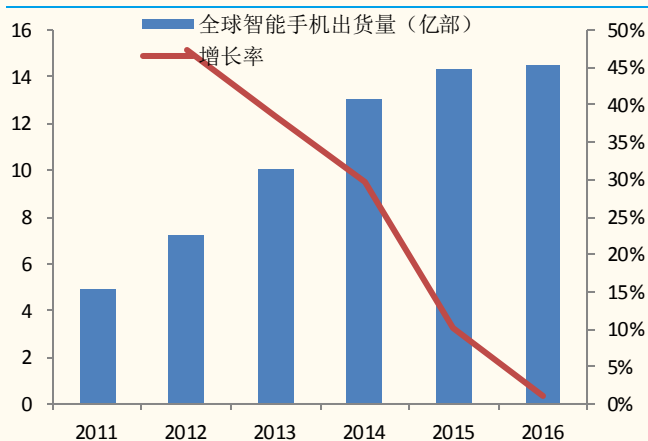
资料来源：星源材质招股说明书，国金证券研究所

#### 4.2. 消费电子更新换代周期短，电子锂电池增长平稳

消费电子行业是最先应用锂电池的领域，随着全球 4G 移动通讯技术、互联网、数字化娱乐便携设备应用的逐步普及，手机、笔记本电脑、平板电脑、游戏机、可穿戴式智能设备、移动电源等数码类电子产品领域的需求保持持续增长，其中智能手机、平板电脑、可穿戴式智能设备及移动电源的市场前景最为广阔。

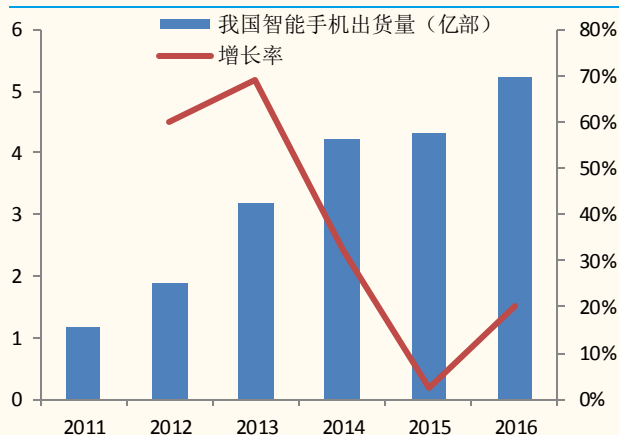
国内智能手机增速依旧强劲。2016 年全球智能手机出货量为 14.5 亿部，较去年同期增长 1.2%，增速放缓，但国内智能手机出货量为 5.22 亿部，同比增长 20.3%，增速依旧强劲。从 2010 年开始，智能手机逐步替代传统功能性手机，目前智能手机全部使用锂电池，成为锂电池最大应用领域之一，未来智能手机出货量的增长将带动锂电池及其产业链上组件的发展。

图表 27：全球智能手机出货量及增速



来源：IDC，国金证券研究所

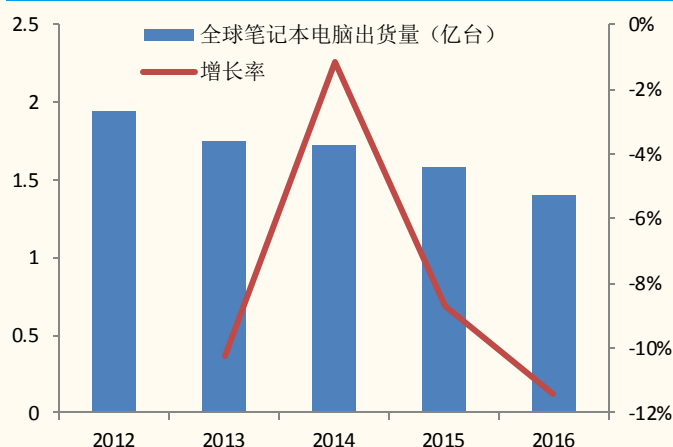
图表 28：我国智能手机出货量及增速



来源：IDC，国金证券研究所

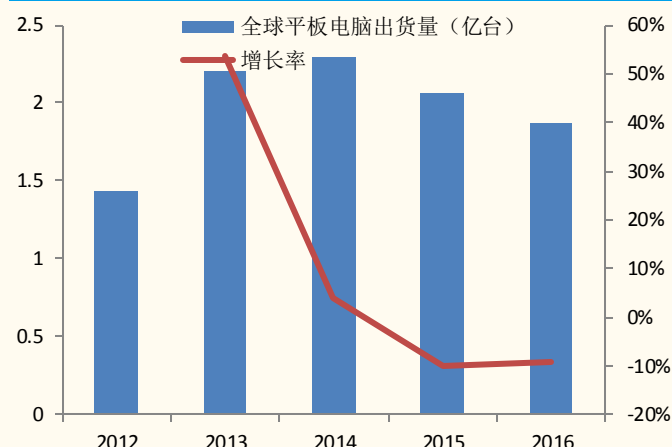
平板电脑和笔记本电脑增速持续下滑，需多在功能及差异化方向上进行研究。随着移动互联网的快速发展，智能手机不断朝着大屏化、轻量化以及功能强大化方向发展，持续冲击消费电子市场，导致笔记本和平板电脑需求出现一定程度的下滑。2016 年全球笔记本电脑及平板电脑出货量分别为 1.4 亿台和 1.87 亿台，同比分别下降 11.4%和 9.2%，未来平板电脑或许需要多在功能及差异化方向上进行研究。

图表 29：全球笔记本电脑出货量及增速



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

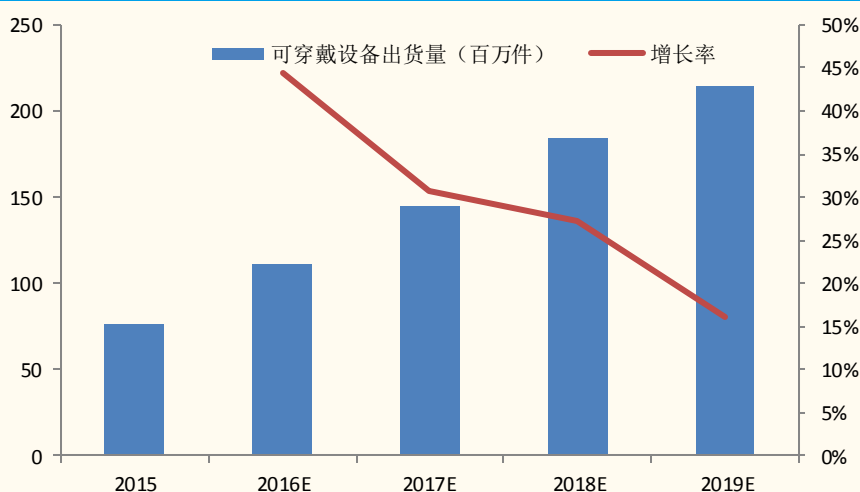
图表 30：全球平板电脑出货量及增速



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

**可穿戴式智能设备处于起步阶段，未来可期。**可穿戴设备是将多媒体、传感器和无线通信等技术嵌入衣着或其他配件的设备，可支持手势和眼动操作等多种交互方式，其按照应用功能可分为人体健康运动追踪类、综合智能终端类和智能手机辅助类等。2015 年可穿戴设备出货量达到 7700 万件，预计到 2019 年将达到 2.15 亿件，复合增长率为 29.2%。可穿戴式智能设备允许随时随地接入互联网，市场对象面对所有年龄群体，可将新技术的触角延伸至生活的每个角落，进一步满足人们的便捷式需求，潜在市场空间可观。

图表 31：全球可穿戴设备出货量预测



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

**移动电源作为储能设备，依附于智能手机等设备的发展，更新换代周期更快。**移动电源主要是用来满足手机、平板电脑等数码类电子设备的可随身携带、随时充电的需求，其更新周期较手机、平板电脑等数码类电子设备更快，产品出货量保持较高的增速。根据高工锂电统计数据，2015 年我国移动电源出货量为 18,234 万台，较 2014 年增长 36.8%。2015 年 8 月，国家标准化委员会颁布的《便携式电子产品用锂离子电池和电池组安全要求》正式实施，对于行业规范起到了一定作用。移动电源市场份额的集中度正在逐渐提升，将有助于移动电源出货量继续维持在较高水平。

#### 4.3. 政策红利明显，动力锂电池成长性十足

动力锂电池的终端应用主要为新能源汽车、电动工具、电动自行车、储能电站、电动自行车、航空航天、医疗等领域。相比较成熟的数码类电子产品，动力类终端应用市场尚处于成长阶段，但增速明显，未来的发展前景巨大。

**国家大力发展新能源汽车等环保产业，政策红利凸显。**随着国内环保压力愈发严重，国家十分重视新能源产业的发展，其中新能源汽车就是国家大力推广的产业之一，并出台一系列政策法规保驾护航。锂电池作为新能源汽车的主要动力源，受下游需求拉动，呈现出迅速发展的势头。同时锂离子电池隔膜是锂离子电池的关键材料之一，我国有关部门在产业政策、补贴政策和项目资助等方面对该项关键材料的技术攻关给予高度重视，从“八五规划”开始即列入政府重点支持攻关的项目。

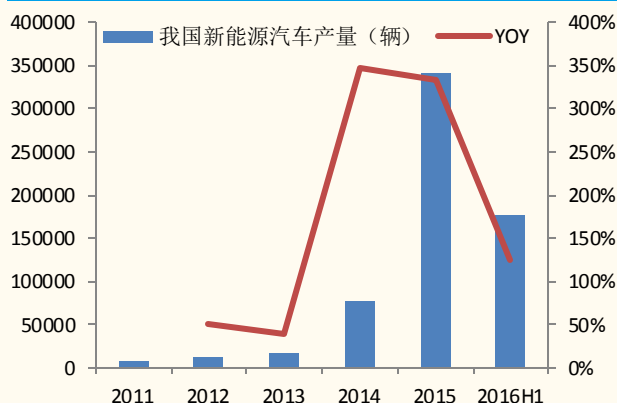
**图表 32：行业主要法律法规及产业政策**

| 时间          | 颁布机构                  | 内容                                                                                                                                                                                |
|-------------|-----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2016 年 3 月  | 中共中央                  | 颁布《国民经济和社会发展第十三个五年规划》，提出要“加快突破新一代信息通信、新能源、新材料、航空航天、生物医药、智能制造等领域核心技术，其中新能源汽车产业提出实施新能源汽车推广计划，全国新能源汽车累计产销量达到 500 万辆，加强新能源汽车废旧电池回收处理。”                                                |
| 2016 年 1 月  | 财政部、科技部、工信部、发改委、国家能源局 | 发布《关于“十三五”新能源汽车充电基础设施奖励政策及加强新能源汽车推广应用的通知》，明确提出旨在加快推动新能源汽车充电基础设施建设，培育良好的新能源汽车应用环境，2016-2020 年中央财政将继续安排资金对充电设施建设、运营给予奖补                                                             |
| 2015 年 10 月 | 国务院办公厅                | 发布《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》，提出到 2020 年，基本建成适度超前、车桩相随、智能高效的充电基础设施体系，满足超过 500 万辆电动汽车的充电需求                                                                                             |
| 2015 年 8 月  | 工信部                   | 发布《锂离子电池行业规范条件》，明确了锂电池行业内的锂电池、正极、负极、隔膜、电解液等企业的生产规模和工业技术、产品质量及性能、资源综合利用及环境保护、安全管理等规范条件，其中要求隔膜年产能不低于 2000 万平米，并对干法单向拉伸、干法双向拉伸、湿法双向拉伸的纵向拉伸强度、横向拉伸强度、热收缩率、穿刺强度、孔隙率、透气度等性能指标参数进行了详细说明。 |
| 2015 年 5 月  | 国务院                   | 发布《中国制造 2025》提出将“节能与新能源汽车”作为大力推动突破发展的重点领域，明确“继续支持电动汽车、燃料电池汽车发展”。                                                                                                                  |
| 2015 年 3 月  | 工信部                   | 发布《汽车动力蓄电池行业规范条件》，对单体动力蓄电池生产企业和动力蓄电池系统生产企业的基本要求、生产条件、技术能力、产品、质量保证能力及售后服务能力等进行详细规定，以引导和规范汽车动力蓄电池行业健康发展。                                                                            |
| 2015 年 1 月  | 财政部、国家税务总局            | 颁布《关于对电池涂料征收消费税的通知》（财税【2015】16 号），明确自 2015 年 2 月 1 日起对电池、涂料征收消费税，对锂离子蓄电池等免征消费税。                                                                                                   |
| 2014 年 8 月  | 财政部、国家税务总局、工信部        | 颁布《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》（公告 2014 年第 53 号），明确自 2014 年 9 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日，对购置属于《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》且获得许可在中国境内销售的纯电动汽车、插电式（含增程式）混合动力汽车、燃料电池汽车等新能源汽车免征车辆购置税。                       |

资料来源：政府网站，中国中投证券研究总部

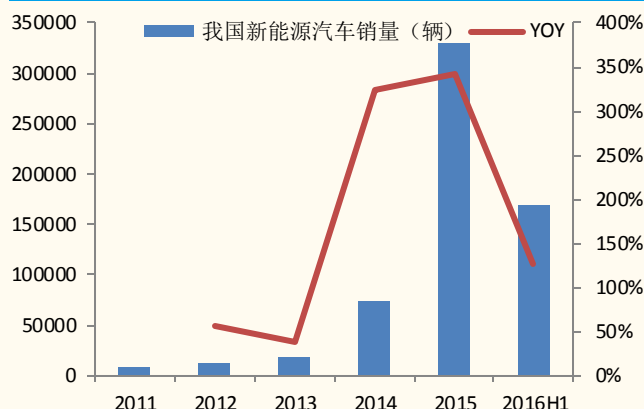
**2011 年-2015 年我国新能源汽车产量复合增长率突破 150%，发展迅猛。**根据中国汽车工业协会统计，我国新能源汽车产量由 2011 年的 8,368 辆增至 2015 年的 340,471 辆，年均复合增长率为 152.56%；新能源汽车销量由 2011 年的 8,159 辆增至 2015 年的 331,092 辆，年均复合增长率为 152.39%；2016 年上半年，我国新能源汽车产量、销量分别达到 17.7 万辆、17.0 万辆，较上年同期分别增长 125.0%、126.9%，我国已经成为全球主要的新能源汽车市场。在各种利好政策的影响下，2014 年至今我国新能源汽车产业迎来了爆发性的增长，同时将带动上游锂离子电池及隔膜市场规模的大幅提升。由于新能源汽车对动力电池性能要求更高，使得动力电池的未来提升潜力更大，势必加速锂离子电池及隔膜材料的技术进步，对现有研发、设计、工艺、制造、设备等环节提出新的挑战，将深刻影响锂离子电池及隔膜行业的市场格局。

图表 33：2011-2016 上半年我国新能源汽车产量



来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

图表 34：2011-2016 上半年我国新能源汽车销量

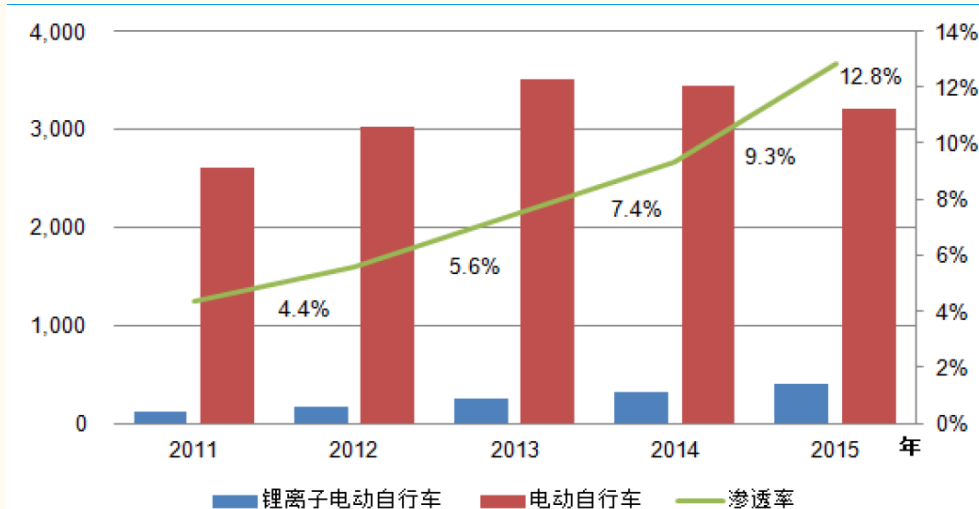


来源：中国企业工业协会，国金证券研究所

电动工具领域锂电池渗透率比较低，产品替代空间巨大。目前小型动力类锂离子电池主要应用于电动工具领域，但锂离子电池的渗透率参差不齐，电动工具市场仍普遍使用传统的铅酸、镍镉电池，因此未来存在较大的替代空间。全球使用的电动工具 85%以上是在中国生产，2015 年我国电动工具产量为 26,425 万台，较 2014 年增长 2.9%。电动工具市场已经进入成熟发展阶段，产量趋于稳定并将继续维持在较高水平。

我国电动自行车产量从 2011-2015 年复合增长率达到 37.7%，行业锂电池逐步规范化：随着产能持续扩大、市场竞争不断加剧，我国电动自行车行业整合洗牌速度加快，行业进入高增长阶段末期。同时，锂离子电池电动自行车开始实现爆发式增长。据数据统计，我国锂离子电动自行车产量由 2011 年的 114 万辆大幅增至 2015 年的 410 万辆，年均复合增长率达到 37.7%，其渗透率也将由 2011 年的 4.4%增至 2015 年的 12.8%。预计未来将迎来良好的发展机遇。2012 年，工信部公布了《电动自行车用锂离子电池产品规格尺寸》(QB/T 4428-2012) 标准，国家标准的出台将对提高锂离子电池应用于电动自行车的比例，降低生产成本和扩充市场份额起到积极作用。

图表 35：2011-2015 年我国锂离子电动自行车销量及渗透率



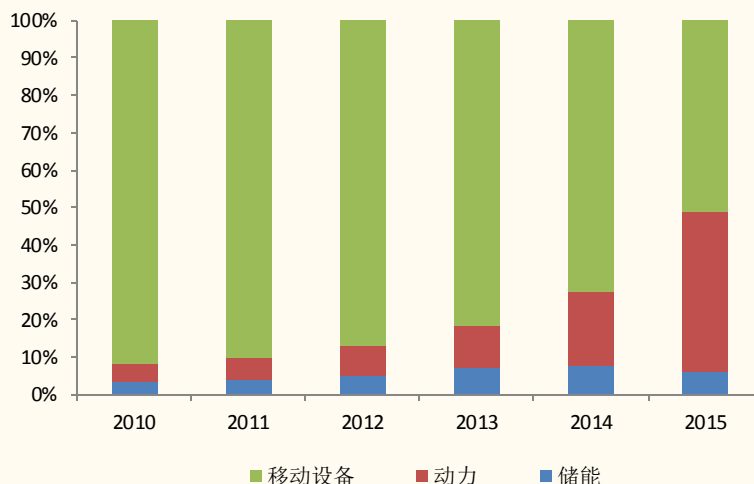
来源：高工锂电，国金证券研究所

储能电站处于起步阶段，未来成长空间很大。锂离子电池作为现在应用最广泛的储能电池，相比电动车领域，储能电站领域对锂离子电池容量的要求较高，其应用领域更广。美国 A123 公司的锂离子电池储能电站产品已经实现商品化，美国也成为全球锂离子电池储能电站发展领先区域，并在一定程度上带动了我

国储能型锂电池市场的快速发展。我国储能型锂离子电池市场应用终端占比由 2010 年的 3.1% 增长至 2015 年的 6.0%，总体呈增长趋势。预计未来储能型锂电池将成为锂电池新增需求的重要来源。在新能源发电和智能电网建设的背景下，储能电站的大规模商用化将得到提速，其装机量将迅速扩张，以锂离子电池为代表的新型储能电源的市场前景将更为广阔。

总体来看，移动设备仍然是锂电池主要应用领域，但是占比持续下降，2015 年占比跌至 51.1%；而动力电池成长性十足，从 2010 年的 5.1% 增长到 2015 年的 42.9%，未来锂电新能源在动力领域仍然值得期待。

图表 36：2010-2015 年我国锂电池市场应用终端占比情况



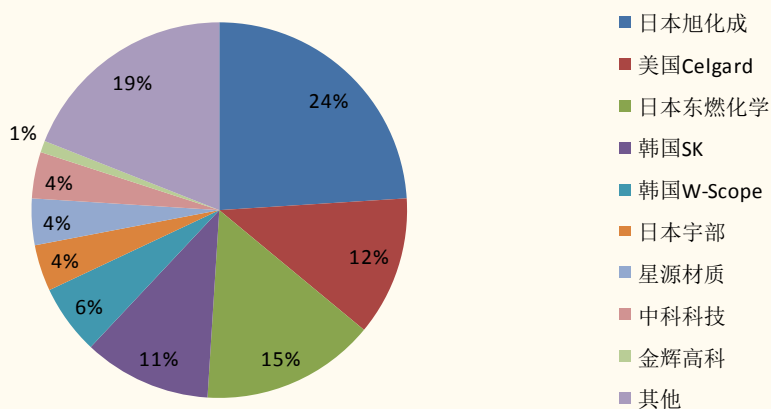
来源：高工锂电，国金证券研究所

#### 4.4. 锂电隔膜行业技术壁垒高，市场集中度高

##### 4.4.1 高门槛，高附加值，国际巨头主导全球锂电隔膜市场

从全球锂电池隔膜市场来看，目前世界上只有美国、日本、等少数国家拥有行业领先的生产技术和相应的规模化产业。根据 B3 对全球主流锂电隔膜厂家的数据统计，2015 年，日本旭化成、美国 Celgard 公司、东燃化学（现日本东丽）、韩国 SKI、日本宇部等国际厂商依靠技术和市场领先优势均占据全球超过 60% 的市场份额。

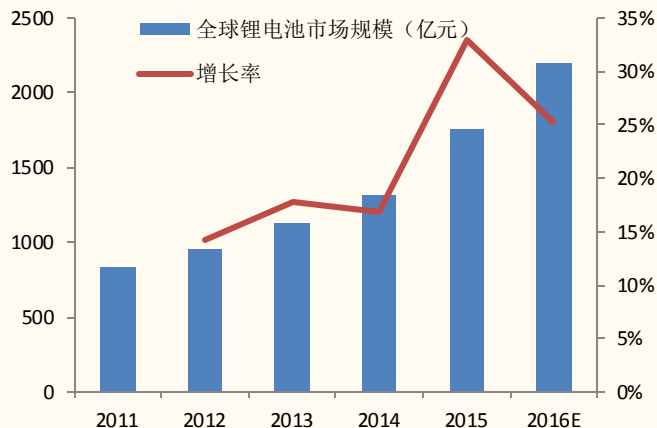
图表 37：2015 年全球锂离子电池隔膜产业格局



来源：B3，国金证券研究所

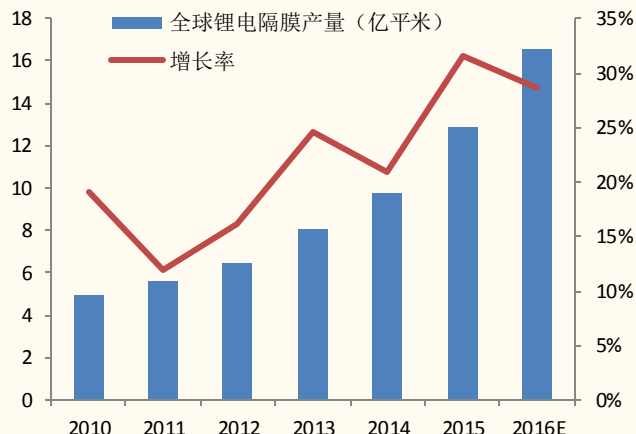
全球锂电池市场规模从 2011 年的 840 亿元增长到 2015 年的 1755 亿元，年均复合增长率为 20.2%，2016 年有望突破 2200 亿元，保持稳步增长态势。其中，锂电隔膜产量由 2010 年的 5.0 亿平米增至 2015 年的 12.9 亿平米，年均复合增长率达到 20.9%，预计全球锂离子电池隔膜产量在 2016 年将达到 16.6 亿平米。

图表 38：全球锂电池市场规模



来源：高工锂电，国金证券研究所

图表 39：全球锂电隔膜产量

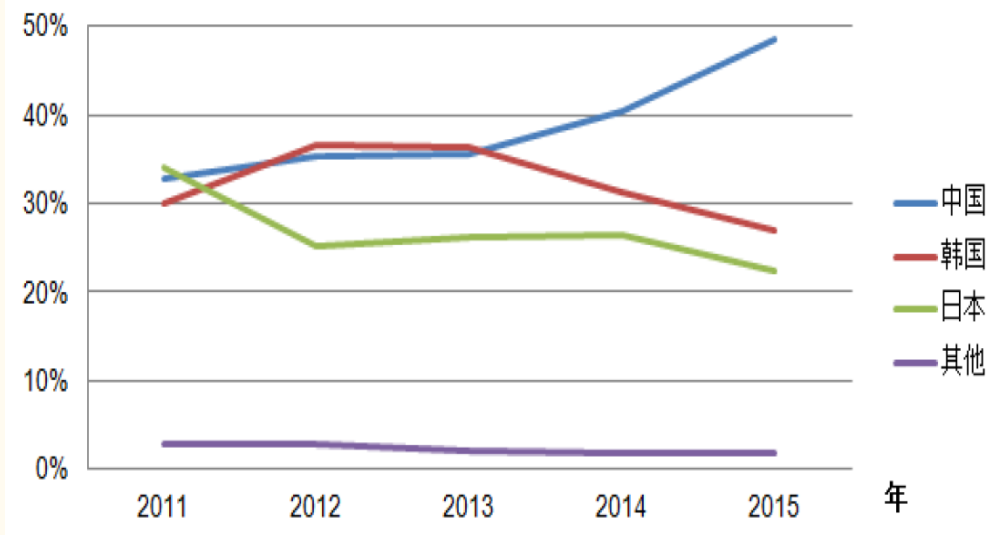


来源：高工锂电，国金证券研究所

#### 4.4.2 国内锂电池产业发展迅速，隔膜仍集中于低端市场

根据数据显示，中国、日本和韩国生产的锂离子电池占全球产量的 95% 左右，我国锂离子电池占全球的市场份额由 2011 年的 33% 增至 2015 年的 48%，产量增长迅速且所占市场份额稳中有升，我国锂离子电池产业进入快速成长阶段，成为全球主要的锂离子电池生产国。

图表 40：2011-2015 年全球锂离子电池市场份额变化图



来源：高工锂电，国金证券研究所

我们已经是锂电池生产大国，但大部分国内隔膜厂商主要集中于低端市场竞争，而中高端产品仍主要依赖进口。由于锂离子电池产业链中的锂离子电池隔膜的生产技术涵盖高分子材料学、材料加工、纳米技术、电化学、表面和界面学、机械设计与自动化控制技术、成套设备设计等多个学科，而我国在多个学科领域的技术沉淀、技术储备不足，特别是相关专业人才较为欠缺，因此发展相对缓慢。

截止 2015 年底，我国量产锂电隔膜产能已达到 12.4 亿平米，较上年度增加 1.9 亿平米，另外在建及计划建设的产能超过 5 亿平米，市场竞争愈发激烈。

图表 41：全球锂电隔膜主要生产厂家及生产工艺和产能

| 企业名称          | 工艺        | 产能（万平米） | 技术水平                                                                                           |
|---------------|-----------|---------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 美国 Celgard 公司 | 干法单向拉伸    | 35000   | 拥有多项干法单向拉伸制造工艺专利，是干法聚烯烃隔膜的领跑者，产品主要涵盖单层 PE、三层 PP/PE/PP 隔膜；2015 年 8 月，日本旭化成宣布完成对其母公司 Polypore 收购 |
| 日本旭化成         | 湿法        | 32000   | 日本优质湿法隔膜的供应商，产品主要为单层 PE 隔膜；                                                                    |
| 东燃化学          | 湿法        | 20000   | 日本领先湿法隔膜的供应商，产品主要为单层 PE 隔膜，目前已经被日本东丽集团收购                                                       |
| 日本宇部          | 干法单向拉伸    | 10000   | 向美国 Celgard 公司购买干法单向拉伸技术，产品主要为三层 PP/PE/PP 隔膜                                                   |
| 韩国 SKI        | 湿法        | 25000   | 韩国领先湿法隔膜供应商，产品主要为单层 PE 隔膜                                                                      |
| 韩国 W-Scope    | 湿法        | 15000   |                                                                                                |
| 中科科技          | 干法双向拉伸    | 12500   | 国内较早进入锂电隔膜领域的厂商，较早实现干法双向拉伸技术的产业化，产能居行业前列                                                       |
| 金辉高科          | 湿法        | 8000    | 2006 年进入湿法锂电隔膜领域，国内最先实现湿法技术的产业化                                                                |
| 沧州明珠          | 干法单向拉伸    | 6000    | 凭借上市公司资本运作平台，通过非公开发行募集资金用于隔膜的研发、生产和小树，主要采用干法单向拉伸技术                                             |
| 南通天丰          | 干法单向拉伸    | 7000    | 自 2005 年开始锂电隔膜生产工艺、设备、材料的研发，2008 年研发成功干法同步拉伸生产工艺                                               |
| 纽米科技          | 湿法、干法双向拉伸 | 7200    | 由云天化与成都慧成共同投资设立的隔膜厂商，于 2012 年进入锂电隔膜领域，已经于 2015 年 1 月在新三板挂牌，主要采用湿法技术，产品主要应用于数码类锂电池              |
| 河南义腾          | 干法双向拉伸    | 7200    | 成立于 2010 年，主要产品为纳米微孔膜及陶瓷涂覆隔膜，投资设立了隔膜实验中心和产品检验中心                                                |
| 苏州捷力          | 湿法        | 4000    |                                                                                                |
| 上海恩捷          | 湿法        | 4500    | 于 2012 年进入锂电隔膜领域，主要采用湿法技术，产品主要应用于数码类锂电池                                                        |
| 鸿图隔膜          | 湿法        | 2000    | 于 2013 年进入湿法锂电隔膜领域，已于 2016 年 3 月在新三板挂牌，主要采用湿法技术，产品主要应用于数码类锂电池                                  |
| 天津东皋          | 湿法        | 2000    |                                                                                                |
| 中锂科技          | 湿法        | 2000    |                                                                                                |
| 星源材质          | 干法为主，少量湿法 | 24000   |                                                                                                |
| 中材科技          | 双向湿法拉伸    | 2720    |                                                                                                |

资料来源：各公司网站，高工锂电，国金证券研究所（注：产能为 2015 年统计数据）

#### 4.4.3 湿法隔膜增长迅速，未来有望成为主流趋势

湿法隔膜有望成为未来发展的主流趋势。2016 年全球四大锂电隔膜企业日本旭化成、日本东丽、美国 Celgard 和韩国 SKI 四家公司分别占据全球 20.8%、15.1%、10.8%和 9.6%市场份额，前四家隔膜企业占据近 50%份额，前四名企业有三家是以湿法隔膜为技术路线，唯一一家干法隔膜企业美国 Celgard，由于经营不善被日本旭化成收购，湿法隔膜技术路线代表了世界主流。

图表 42：锂电隔膜干法与湿法工艺对比

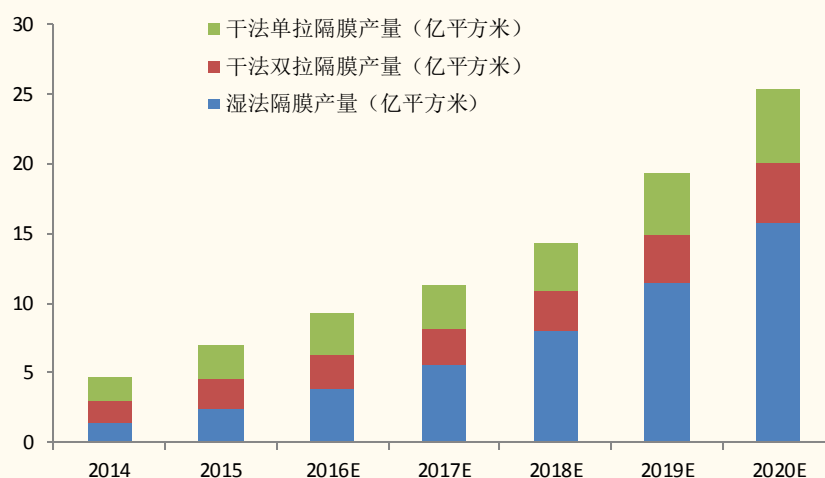
| 生产工艺   | 适用基本材料                  | 优势                     | 劣势                          |
|--------|-------------------------|------------------------|-----------------------------|
| 干法单向拉伸 | 单层 PP 膜、单层 PE 膜、双层膜、多层膜 | 既可以做一层膜也可以做三层膜，成本低、污染小 | 孔隙不够圆，加工工艺温度指标难控制，不适用于大功率电池 |
| 干法双向拉伸 | 较厚的单层 PP 膜              | 成本低、污染小                | 加工工艺温度指标难控制，不适用于大功率电池；      |

| 生产工艺 | 适用基本材料  | 优势                                             | 劣势               |
|------|---------|------------------------------------------------|------------------|
| 湿法   | 单层 PE 膜 | 隔膜具有较高的孔隙率和良好的透气性，可以满足动力电池的大电流充放电要求，亲液性、均一性比较好 | 湿法只能做一层膜，热收缩性较小。 |

资料来源：公开资料，国金证券研究所

从锂电池隔膜产品市场来看，湿法隔膜增速远超干法隔膜，动力源主要是动力电池和高端数码领域。2016 年我国锂电隔膜厂商产量为 9.29 亿平方米，同比增长 33.03%，其中，湿法隔膜厂商进一步放量，多数湿法扩张企业及从干法隔膜转向湿法隔膜企业开始逐渐放量，2016 年中国锂电湿法隔膜产量达到 3.9 亿平方米，占比 42%，超越干法单拉隔膜，成为隔膜市场主要供应类型。随着动力电池市场的快速发展，预计到 2018 年，国内湿法隔膜产量将达到 8 亿平方米，占据隔膜一半以上市场。

图表 43：2014 年-2020 年我国锂电池各类隔膜产量及预测



来源：起点研究、《2017 年中国锂电池隔膜行业调研报告》，国金证券研究所

目前，国内上市公司以中材科技，胜利精密，星源材质和沧州明珠等迅速崛起，产能有望快速释放。其中胜利精密旗下子公司苏州捷力 2016 年底湿法产能接近 4 亿平米；中材科技湿法产能于 2017 年上半年将达到 1.5 亿平方米，18 年产能将达到接近 2.7 亿平米，且湿法同步拉伸工艺达到世界一流水平。我们认为，随着国内工艺水平的不断提高，将逐步抢占高端市场，进口替代空间巨大。

#### 4.5 锂电隔膜盈利预测

锂电隔膜作为公司第三主导业务发展，在行业快速发展的阶段，公司凭借技术优势和产能规模成为一匹黑马，同时一定程度上抵抗了叶片玻纤周期性特性的风险。我们认为，今年锂电隔膜将维持高速增长，为公司业绩带来新的增长点。

图表 44：锂电隔膜盈利预测

|            | 2015    | 2016    | 2017E    | 2018E   | 2019 E  |
|------------|---------|---------|----------|---------|---------|
| 产量 (万平方米)  | 346     | 2089    | 9000     | 19000   | 23000   |
| 销量 (万平方米)  | 346     | 1643    | 8000     | 15000   | 20000   |
| 增速         |         | 11.72%  | 386.91%  | 87.50%  | 33.33%  |
| 单价 (元/平方米) | 2.9     | 1.8     | 4.2      | 4.1     | 4.0     |
| 收入 (万元)    | 992.7   | 2920.5  | 33600.0  | 61500.0 | 80000.0 |
| 增速         |         | 194.20% | 1050.49% | 83.04%  | 30.08%  |
| 成本 (万元)    | 1726.21 | 3648.11 | 25200    | 43050   | 54400   |
| 毛利率        | -73.89% | -24.91% | 25.0%    | 30.00%  | 32.00%  |

来源：公司公告，国金证券研究所

## 五、其他业务，百花齐放

**气瓶业务减值完成，17 年扭亏概率大。**去年公司对气瓶产业计提减值准备 1.37 亿，17 年目标是努力做到扭亏为盈。截止到目前，气瓶产业运营状况良好，单月已实现盈利。一个方面是资产减值后，产能规模收缩带来的直接影响。另外，新产品开拓例如氢气瓶及长管拖车等发展势头较好，逐步由订单释放，改善气瓶产业经营状况。公司认为气瓶产业依然是一个充满希望的产业。

**高温过滤材料签订大订单，示范意义显著。**公司高端高温除尘布袋广泛应用于主要用于水泥、钢铁、冶金和电厂等行业，具有环保属性，开年以来，公司中标大唐集团高温除尘布袋年度采购项目，预估中标项目金额达 1 亿元，此次中标，开启了与大唐集团战略合作新时代，成为公司电力除尘布袋业务发展的里程碑，并引领高温除尘行业向集约型和可持续型方向发展。目前公司除尘布袋产能约 1200 万平米，去年产能利用率只有 30%，随着公司进入了电力市场，新增巨大的市场空间。总体来看，公司滤料产业步入了高速增长阶段。

## 六、投资建议

**投资建议：**我们认为 17 年风电行业将回暖，或迎来新一轮抢装潮；玻纤业务增长平稳，新产能投产提升规模优势和生产效率，泰玻将持续提供业绩支撑，锂电隔膜将迎来产能释放期，技术与规模兼具黑马潜质，其他业务百花齐放，公司业绩将迎来新的爆发。我们预计 17-19 年公司 EPS 分别为 1.0、1.22 和 1.53 元，对应 PE 分别为 21.5、17.6 和 14 倍，给予“买入”评级。

## 七、风险提示

- 风电行业持续低迷，新增装机量不达预期
- 玻纤行业景气度下滑，产能利用率降低
- 锂电隔膜产能释放不达预期
- 气瓶产业继续亏损

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|              | 2014   | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入       | 4,424  | 5,828  | 8,969  | 10,468 | 11,867 | 13,405 |
| 增长率          |        | 31.7%  | 53.9%  | 16.7%  | 13.4%  | 13.0%  |
| 主营业务成本       | -3,490 | -4,568 | -6,669 | -7,523 | -8,397 | -9,343 |
| %销售收入        | 78.9%  | 78.4%  | 74.4%  | 71.9%  | 70.8%  | 69.7%  |
| 毛利           | 935    | 1,260  | 2,299  | 2,945  | 3,470  | 4,062  |
| %销售收入        | 21.1%  | 21.6%  | 25.6%  | 28.1%  | 29.2%  | 30.3%  |
| 营业税金及附加      | -22    | -31    | -114   | -134   | -151   | -170   |
| %销售收入        | 0.5%   | 0.5%   | 1.3%   | 1.3%   | 1.3%   | 1.3%   |
| 营业费用         | -199   | -247   | -402   | -471   | -534   | -603   |
| %销售收入        | 4.5%   | 4.2%   | 4.5%   | 4.5%   | 4.5%   | 4.5%   |
| 管理费用         | -439   | -581   | -904   | -1,054 | -1,194 | -1,351 |
| %销售收入        | 9.9%   | 10.0%  | 10.1%  | 10.1%  | 10.1%  | 10.1%  |
| 息税前利润 (EBIT) | 275    | 401    | 879    | 1,286  | 1,591  | 1,937  |
| %销售收入        | 6.2%   | 6.9%   | 9.8%   | 12.3%  | 13.4%  | 14.5%  |
| 财务费用         | -84    | -67    | -273   | -360   | -445   | -428   |
| %销售收入        | 1.9%   | 1.2%   | 3.0%   | 3.4%   | 3.7%   | 3.2%   |
| 资产减值损失       | -64    | -61    | -255   | -23    | -3     | -3     |
| 公允价值变动收益     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益         | 1      | 2      | 2      | 2      | 2      | 2      |
| %税前利润        | 0.5%   | 0.4%   | 0.3%   | 0.2%   | 0.2%   | 0.1%   |
| 营业利润         | 128    | 274    | 353    | 905    | 1,146  | 1,508  |
| 营业利润率        | 2.9%   | 4.7%   | 3.9%   | 8.6%   | 9.7%   | 11.3%  |
| 营业外收支        | 101    | 159    | 210    | 200    | 198    | 180    |
| 税前利润         | 228    | 433    | 563    | 1,105  | 1,344  | 1,688  |
| 利润率          | 5.2%   | 7.4%   | 6.3%   | 10.6%  | 11.3%  | 12.6%  |
| 所得税          | -55    | -96    | -140   | -271   | -329   | -415   |
| 所得税率         | 24.2%  | 22.2%  | 24.8%  | 24.5%  | 24.5%  | 24.6%  |
| 净利润          | 173    | 337    | 423    | 834    | 1,015  | 1,273  |
| 少数股东损益       | 21     | 37     | 22     | 30     | 32     | 35     |
| 归属于母公司的净利润   | 152    | 300    | 401    | 804    | 983    | 1,238  |
| 净利率          | 3.4%   | 5.2%   | 4.5%   | 7.7%   | 8.3%   | 9.2%   |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|          | 2014 | 2015 | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|----------|------|------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润      | 173  | 337  | 423    | 834    | 1,015  | 1,273  |
| 非现金支出    | 359  | 407  | 1,077  | 1,346  | 1,374  | 1,405  |
| 非经营收益    | 78   | 51   | 337    | 114    | 78     | 9      |
| 营运资金变动   | -229 | 28   | -780   | -37    | -86    | -29    |
| 经营活动现金净流 | 381  | 822  | 1,058  | 2,257  | 2,382  | 2,658  |
| 资本开支     | -365 | -363 | -1,302 | -419   | -407   | -127   |
| 投资       | -168 | -8   | -233   | -11    | -11    | -10    |
| 其他       | 137  | 43   | 62     | 2      | 2      | 2      |
| 投资活动现金净流 | -395 | -329 | -1,473 | -428   | -416   | -135   |
| 股权募资     | 0    | 17   | 1,960  | 0      | 0      | 0      |
| 债权募资     | 333  | -328 | 231    | -1,520 | -1,503 | -1,139 |
| 其他       | -124 | -79  | -1,297 | -301   | -453   | -374   |
| 筹资活动现金净流 | 208  | -390 | 893    | -1,820 | -1,955 | -1,512 |
| 现金净流量    | 193  | 103  | 478    | 10     | 10     | 1,011  |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|          | 2014  | 2015  | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|----------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金     | 532   | 703   | 2,230  | 2,240  | 2,250  | 3,261  |
| 应收账款     | 3,166 | 2,853 | 4,223  | 4,607  | 5,200  | 5,847  |
| 存货       | 1,018 | 1,006 | 1,492  | 1,402  | 1,562  | 1,735  |
| 其他流动资产   | 187   | 185   | 489    | 557    | 630    | 710    |
| 流动资产     | 4,903 | 4,747 | 8,435  | 8,806  | 9,641  | 11,554 |
| %总资产     | 60.9% | 59.4% | 41.0%  | 43.5%  | 47.4%  | 54.6%  |
| 长期投资     | 197   | 166   | 121    | 132    | 142    | 152    |
| 固定资产     | 2,495 | 2,568 | 10,599 | 10,169 | 9,483  | 8,459  |
| %总资产     | 31.0% | 32.1% | 51.5%  | 50.2%  | 46.6%  | 40.0%  |
| 无形资产     | 399   | 437   | 1,169  | 964    | 885    | 813    |
| 非流动资产    | 3,152 | 3,251 | 12,142 | 11,451 | 10,701 | 9,620  |
| %总资产     | 39.1% | 40.6% | 59.0%  | 56.5%  | 52.6%  | 45.4%  |
| 资产总计     | 8,055 | 7,998 | 20,577 | 20,257 | 20,342 | 21,174 |
| 短期借款     | 285   | 817   | 3,736  | 2,643  | 1,140  | 0      |
| 应付款项     | 2,938 | 2,830 | 4,102  | 4,440  | 5,004  | 5,623  |
| 其他流动负债   | 1,439 | 690   | 1,341  | 431    | 492    | 638    |
| 流动负债     | 4,662 | 4,337 | 9,180  | 7,513  | 6,636  | 6,261  |
| 长期贷款     | 223   | 123   | 1,840  | 1,840  | 1,840  | 1,841  |
| 其他长期负债   | 425   | 451   | 1,273  | 1,743  | 1,859  | 1,970  |
| 负债       | 5,309 | 4,910 | 12,292 | 11,096 | 10,335 | 10,072 |
| 普通股股东权益  | 2,525 | 2,829 | 7,991  | 8,838  | 9,651  | 10,712 |
| 少数股东权益   | 221   | 259   | 294    | 324    | 356    | 391    |
| 负债股东权益合计 | 8,055 | 7,998 | 20,577 | 20,257 | 20,342 | 21,174 |

**比率分析**

|            | 2014   | 2015   | 2016    | 2017E   | 2018E  | 2019E  |
|------------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 每股指标       |        |        |         |         |        |        |
| 每股收益       | 0.380  | 0.751  | 0.498   | 0.997   | 1.218  | 1.534  |
| 每股净资产      | 6.314  | 7.072  | 9.905   | 10.954  | 11.962 | 13.277 |
| 每股经营现金净流   | 0.951  | 2.055  | 1.311   | 2.798   | 2.952  | 3.295  |
| 每股股利       | 0.120  | 0.120  | 0.115   | 0.200   | 0.210  | 0.220  |
| 回报率        |        |        |         |         |        |        |
| 净资产收益率     | 6.03%  | 10.62% | 5.02%   | 8.67%   | 10.40% | 11.76% |
| 总资产收益率     | 1.89%  | 3.75%  | 1.95%   | 3.76%   | 4.92%  | 5.95%  |
| 投入资本收益率    | 6.39%  | 7.73%  | 4.54%   | 6.77%   | 8.78%  | 10.71% |
| 增长率        |        |        |         |         |        |        |
| 主营业务收入增长率  | 28.50% | 31.71% | 53.90%  | 16.71%  | 13.36% | 12.96% |
| EBIT增长率    | 68.16% | 45.65% | 119.49% | 46.25%  | 23.77% | 21.73% |
| 净利润增长率     | 40.99% | 97.31% | 33.67%  | 100.38% | 22.20% | 25.95% |
| 总资产增长率     | 24.06% | -0.72% | 157.29% | -1.55%  | 0.42%  | 4.09%  |
| 资产管理能力     |        |        |         |         |        |        |
| 应收账款周转天数   | 113.3  | 96.2   | 78.6    | 80.0    | 79.0   | 78.0   |
| 存货周转天数     | 98.2   | 80.9   | 68.4    | 68.0    | 67.9   | 67.8   |
| 应付账款周转天数   | 115.0  | 104.9  | 87.5    | 92.0    | 94.0   | 96.0   |
| 固定资产周转天数   | 182.5  | 145.5  | 390.2   | 308.9   | 245.2  | 186.5  |
| 偿债能力       |        |        |         |         |        |        |
| 净负债/股东权益   | -0.88% | 7.69%  | 48.79%  | 32.08%  | 14.25% | -6.52% |
| EBIT利息保障倍数 | 3.3    | 6.0    | 3.2     | 3.6     | 3.6    | 4.5    |
| 资产负债率      | 65.91% | 61.40% | 59.74%  | 54.78%  | 50.81% | 47.57% |

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0    | 0    | 5    | 13   | 19   |
| 增持 | 0    | 0    | 1    | 2    | 6    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 1.17 | 1.13 | 1.24 |

来源：朝阳永续

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

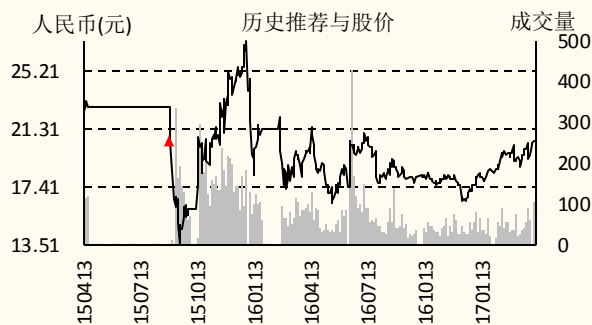
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-----|
| 1  | 2015-09-01 | 买入 | 22.79 | N/A |
| 2  | 2016-03-27 | 买入 | 19.39 | N/A |
|    |            |    |       |     |
|    |            |    |       |     |
|    |            |    |       |     |
|    |            |    |       |     |
|    |            |    |       |     |
|    |            |    |       |     |

来源：国金证券研究所



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD